

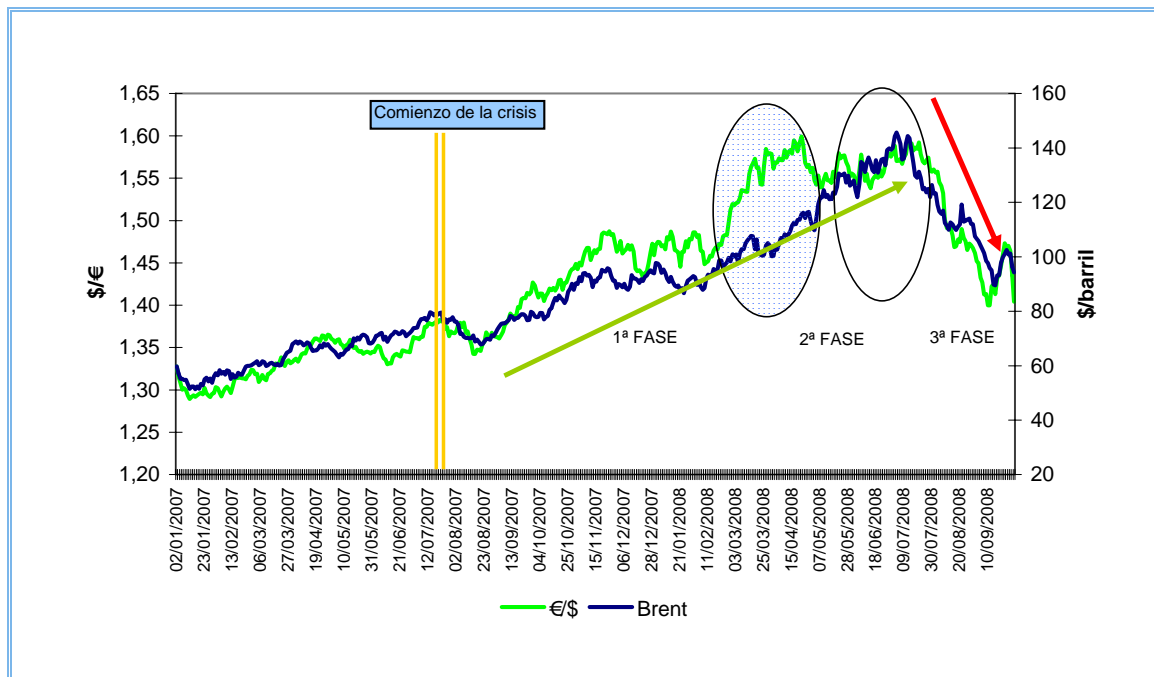
## El euro en la tormenta financiera

Jorge Rodríguez

Desde el inicio de la crisis de las hipotecas subprime hasta el pasado mes de junio, el euro vivió una etapa de apreciación frente a una gran cesta de monedas vinculada, principalmente, con el buen hacer de su política monetaria, el encarecimiento de las materias primas y el crecimiento económico de la zona (ajeno a los males de Estados Unidos).

Sin embargo, pasado ese punto, los nuevos escenarios de crecimiento, más benignos para el caso americano, junto con su capacidad para responder rápida y, esperamos, eficazmente de manera global frente a la crisis, junto con la volatilidad de las materias primas y los posibles efectos que los mercados de futuros puedan generar en el sistema han provocado la debilidad del euro.

Desde el comienzo de la crisis hemos afrontado tres diferentes fases en las que dos jugaron a favor del euro y la última en contra. La volatilidad de los últimos días nos hace ser algo cautos a la hora de realizar previsiones pero, a pesar de la escalada del dólar siguen existiendo diversos factores que juegan a favor del euro como para pensar en un rally alcista del dólar.



El euro se ha movido en los últimos meses en el rango del 1,35-1,60\$/€ Su capacidad de apreciación en la primera fase estuvo vinculada, principalmente, a factores de debilidad de la economía estadounidense. Por entonces se hablaba de un “decoupling” entre las diferentes zonas económicas y se veía la caída del dólar como algo normal en un entorno de bajo crecimiento de su demanda interna y posibilitar así la mejora de sus exportaciones.

Además, el petróleo, espoleado por la demanda global de los países emergentes y una clara afectación de los mercados de futuros, seguía día tras día su rally alcista. Ya en abril, el efecto fue mayor al concretarse dos subfases. En la primera se conocía que Alemania crecía un 1,5% intertrimestral, mientras que Estados Unidos se aproximaba a la recesión.

Es entonces cuando se alcanza el primer techo de 1,60\$/€ Los efectos de dicho crecimiento en forma de mejora de expectativas de la zona euro, potencian este movimiento hasta julio (2ª fase) fase en la que, a pesar de la caída de los indicadores de confianza de la zona euro y de su actividad, los problemas de la banca americana y del claro pinchazo de la burbuja inmobiliaria posibilitan nuevos máximos del euro.

Sin embargo, todo cambia a partir de agosto (3ª Fase). Se conocen los datos de crecimiento de Estados Unidos y el efecto del primer impulso fiscal de Bush es positivo. Mejoran las expectativas de crecimiento para 2008 en pocos meses del 1,2 al 1,8%. Por el contrario, en la eurozona se pasa de un crecimiento del 1,9% a pensar en crecimientos en torno al 1,3% como consecuencia del primer crecimiento negativo de la eurozona en el segundo trimestre. El tesoro americano y la Fed acuden al rescate de numerosas entidades en problemas (Freddie Mac, Fannie Mae, Lehman, Merrill...).

En el supuesto de que la crisis pase el Atlántico, hay que contar con un problema añadido para la zona euro. Mientras que parece que Estados Unidos tiene un plan para salvar la crisis, en el caso de la euro zona no sería posible ningún plan conjunto, al no existir la posibilidad de acudir a un gobernador común. Esto genera dudas sobre los posibles impactos que puedan derivarse en un debilitado sistema financiero europeo. Además, el petróleo sigue a la baja guiado por las levas de un crecimiento global que podría entrar en recesión lo que repercute en el euro ya que se mantiene su correlación.

El euro vive una cierta mejoría al conocer el plan del tesoro que implica un gasto de 700.000 millones de dólares para salvaguardar el sistema, dado que esta medida generará un mayor déficit. Sin embargo, con la no aprobación por parte del congreso del plan de rescate y el día en el que la bolsa de Dow Jones vive su mayor caída de la historia (en puntos) el euro sufre su mayor varapalo con respecto al dólar.

Llegado este momento el euro se encuentra en niveles de 1,40\$/€ lo que supone caídas del 15% con respecto al dólar y el yen en los tres últimos meses. La volatilidad imperante en los últimos días nos hace ser cautos a la hora de estrechar rangos de movimientos pero creemos que el rally del dólar no debería extenderse más allá de los 1,35\$/€ El riesgo sistémico seguirá siendo elevado en los próximos meses pero el euro no debería perder más terreno a no ser que fuese el propio BCE el que propiciara la caída libre para mejorar las exportaciones.

En este escenario, el precio del petróleo se mantendría en los actuales 90-100\$/barril. De producirse nuevas bajadas del crudo es probable que se siga manteniendo, por el momento, la correlación entre ambas variables. En cuanto al crecimiento económico la zona euro presenta un escenario de corto plazo más negativo que el de Estados Unidos, ya que los problemas que padece ésta última comienzan a aparecer en numerosas economías de la eurozona, por lo que el lag (diferencial en el ciclo) seguiría manteniéndose en torno a los dos-tres trimestres perjudicando la cotización del euro.

Por último, la flexibilidad de la economía estadounidense para afrontar la crisis parece mayor que la de la eurozona, a pesar de que la Comisión Europea ha comenzado a trabajar para tratar de solventar posibles deficiencias puntuales.

A favor del euro seguirán jugando los tipos de interés, que no es poco, por lo que mitigará el movimiento, creemos, del dólar en los próximos meses. Por tanto sería razonable pensar que a finales de año la relación cambiaria no sufra demasiadas variaciones y se mueva en el rango de 1,38-1,47\$/€ Más adelante, modificaciones al alza o a la baja del escenario central posibilitarán la reacción en uno u otro sentido, pero parece más probable que el dólar vaya ganando, paulatinamente fuerza con respecto a la divisa comunitaria.